信用等级公告

联合〔2019〕1830 号

联合资信评估有限公司通过对新和成控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新和成控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新和成控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 新和成 MTN001	5 亿元	2019/7/8	AA+	AA+
16 新和成 MTN002	5 亿元	2019/8/8	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 5 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.57	87.34	39.48	37.56
资产总额(亿元)	203.23	285.32	330.10	347.55
所有者权益合计（亿元）	104.77	166.96	192.35	196.63
短期债务（亿元）	33.43	43.69	68.66	65.79
长期债务(亿元)	30.21	36.35	12.46	26.30
全部债务(亿元)	63.64	80.03	81.12	92.09
营业收入 (亿元)	79.14	91.33	120.08	24.95
利润总额 (亿元)	20.08	21.36	38.96	4.71
EBITDA(亿元)	25.87	28.63	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	13.17	44.73	0.60
营业利润率(%)	43.19	45.36	52.09	45.91
净资产收益率(%)	14.93	9.93	16.97	--
资产负债率(%)	48.45	41.48	41.73	43.42
全部债务资本化比率(%)	37.79	32.40	29.66	31.90
流动比率(%)	189.09	243.22	179.53	169.53
经营现金流动负债比(%)	33.68	16.54	42.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	2.80	1.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.99	10.32	13.90	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 现金类资产中已扣除使用受限货币资金；4. “16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”已调整至短期债务

分析师

杨 涵　杨晓丽
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

新和成控股集团有限公司（以下简称“公司”）已形成以医药化工为主业，房地产和教育投资等业务为辅的多元化发展大型企业集团。跟踪期内，公司资产、收入和利润规模持续提升，在行业地位、技术研发、核心产品竞争力等方面具备的综合优势得到保持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主营维生素产品价格波动剧烈，短期债务压力提升，所有者权益结构稳定性较弱等因素可能给公司信用状况带来的负面影响。

未来，随着公司氨基酸项目建成和业绩释放，公司通过多元化经营分散产品价格波动风险的能力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国大型的香精香料生产企业和维生素类饲料添加剂生产企业，具有较强的自主研发能力、成本控制能力和市场议价能力，VE和VA等主导产品市场竞争力强。
2. 跟踪期内，公司医药化工产品销售规模持续快速增长，主业盈利能力稳健。
3. 公司经营活动现金净流量和现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司主导维生素类产品价格波动剧烈，公司虽然可通过长期协议及差异化定价等方式延缓和降低相关产品价格波动对营业收入和利润的影响，但 2018 年以来维生素产品价格大幅下行依然对 2019 年一季度损益形成较大冲击。

2. 公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性欠佳。
3. 跟踪期内，公司应收账款和其他应收款占流动资产比重依旧较高，其他应收款增长较快，以关联方拆借为主，对公司资产质量及流动性存在一定影响。

声　明

一、本报告引用的资料主要由新和成控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新和成控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于新和成控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

新和成控股集团有限公司（以下简称“新和成”或“公司”）前身为创建于 1988 年的新昌县合成化工厂。1999 年 4 月，经浙江省政府批准，公司完成股份制改革，新昌县合成化工厂发起设立浙江新和成股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字［2004］60 号文核准，公司子公司浙江新和成股份有限公司（以下简称“新和成股份”，截至 2019 年 3 月底，公司持股比例 48.55%，无股权质押）于 2004 年 6 月 2 日采用全部向二级市场投资者定价配售方式首次公开发行人民币普通股 A 股 3000 万股，在深交所挂牌交易，股票简称为新和成（股票代码：002001）。2009 年，公司更名为现名。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本 1.20 亿元。胡柏藩先生为公司实际控制人，直接及间接持有公司 68.50%的股份。

公司主营业务范围包括一般经营项目：实业投资、货物进出口（法律行政法规禁止项目除外，法律法规限制项目凭许可证经营）；生产销售：化工产品、医药中间体、化工原料（以上经营范围涉不含化学危险品、易制毒品、监控化学品）。公司旗下共有精细化工、医药健康、新材料、机械、房地产、教育、投资等七大业务。

截至 2018 年底，公司资产总额（合并）330.10 亿元，所有者权益合计 192.35 亿元（包含少数股东权益 89.36 亿元）；2018 年公司实现营业收入 120.08 亿元，利润总额 38.96 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额（合并）347.55 亿元，所有者权益合计 196.63 亿元（含少数股东权益 91.97 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 24.95 亿元，利润总额 4.71 亿元。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券分别为公司于 2016 年 7 月 8 日和 8 月 8 日发行的两期 3 年期中期票据“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”，发行金额均为 5 亿元，全部募集资金已按照指定用途使用完毕，相关利息支付正常。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 新和成 MTN001	5.00	5.00	2016/7/8	2019/7/8
16 新和成 MTN002	5.00	5.00	2016/8/8	2019/8/8

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年回落 0.2 个百分点，实现 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和

上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年

下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

公司所处行业属于以精细化工为主的医

药制造行业，主要涉及以维生素产品为代表的营养品板块和香精香料板块。

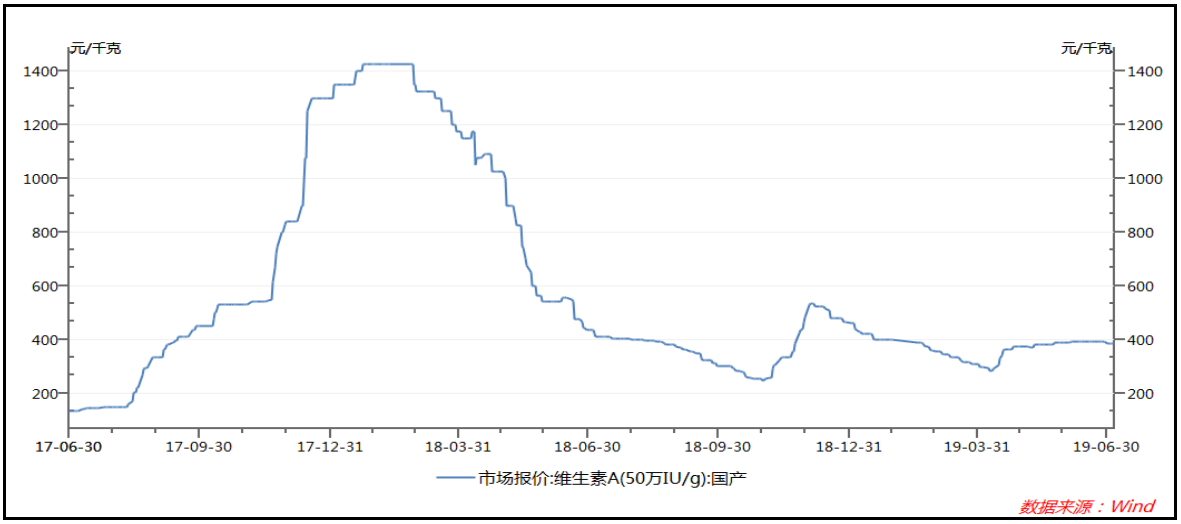
（1）维生素

维生素是医药与保健品市场的大宗产品之一，主要应用于医药、营养保健品、食品、化妆品、饲料等领域。

从市场供需层面看，全球VE年需求量约为6.5万吨，其中80%的VE用作饲料添加剂，20%的VE用于医药、食品领域，全球VE产能约8~9万吨，主要生产厂商为巴斯夫、帝斯曼、浙江医药和新和成四家企业。VE行业已经形成寡头垄断格局，但行业长期处于供过于求的状态。目前全球VA的需求量约在2~3万吨左右，下游消费主要在饲料、食品和医药保健品领域。VA行业属于资金和技术高度密集行业，工艺复杂，投资规模较大，进入门槛较高，全球VA生产企业数量不多，主要有国外的帝斯曼、巴斯夫、安迪苏和国内的新和成、浙江医药及金达威等。

从主要维生素产品价格走势来看，2015年以来，由于下游养殖产业受经济周期影响较为明显，导致饲料行业对VE的需求急剧减少，而国内外VE产能却仍然保持高负荷生产，导致厂家VE库存积压，市场逐渐趋于低迷；从VA的价格和利润水平上看，2014年，受上游原料柠檬醛生产厂商巴斯夫工厂设备故障影响，VA价格迅速攀升；但由于行业整体处于产能过剩状态，2015年国内VA市场基本上呈直线下降趋势，价格从年初130元/kg，逐渐下降到年底96元/kg，厂家纷纷面临库存压力，虽然部分厂家降低装置开工率，但仍然难以缓解VA市场低迷状态。2015年12月2日，荷兰皇家帝斯曼集团宣布VA工厂停产检修，从而VA市场关注度增加，国内外大型厂家VA出厂价出现反弹现象，12月中旬国内厂家VA价格反弹明显，国内VA巨头浙江医药停止接单，经销商也提高报价。欧洲市场VA价格出现反弹现象。

图 1　国产维生素 A 价格走势图

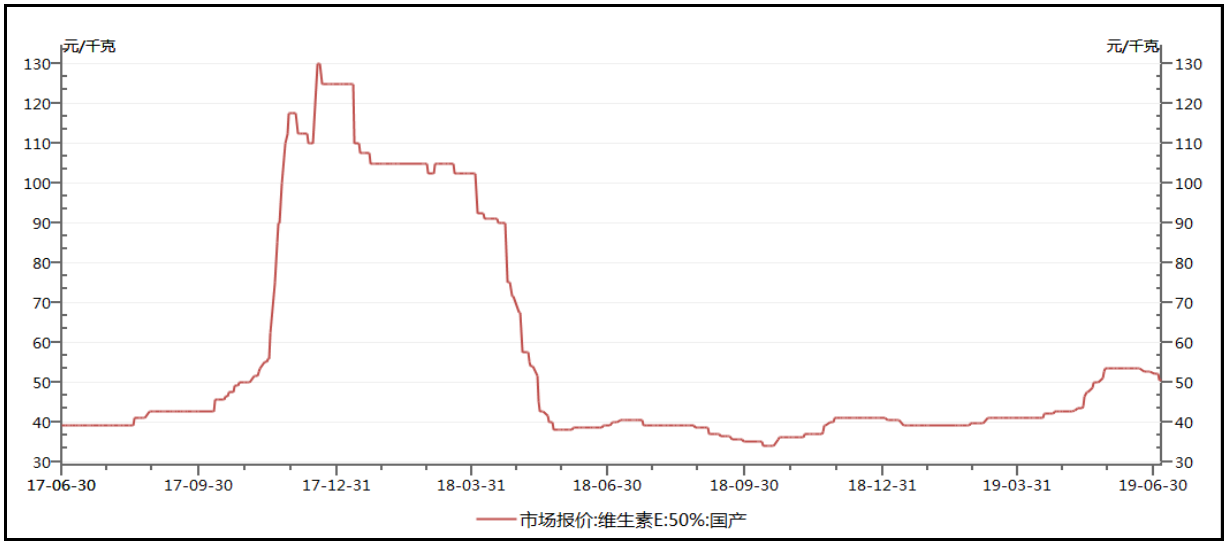


资料来源：Wind 资讯

2016年，受养殖业回暖影响，VE和VA价格出现大幅上涨。2016年7月底，VE和VA价格攀至全年高峰，分别为85元/千克和320元/千克。2016年下半年VE和VA价格出现回落态势，截至2016年12月底，VE和VA的国内生产价格分别攀升至73.5元/千克和265元/千克。2017年以来，受环保督查趋严、主要生产厂商帝斯曼技改停产以及巴斯夫工厂火灾事故导致减产等因素综合影响，VA和VE价格继续冲高。2018年以来，VE和VA价格在多重利空条件下出现较大幅度下调。一方面，2018年4月份以来，巴斯夫工厂已经逐步恢复重要基础原料柠檬

醛的生产，VA和VE供应于6月份恢复，引发市场价格迅速下调；另一方面，2018年以来，中国生猪养殖存栏下降，效益持续低迷，饲料消费形势欠佳仍牵制维生素市场需求增长，也促使维生素价格继续回落。基于上述因素影响，近两年，VA价格区间为110元/KG至1500元/KG，VE价格区间为35元/KG至140元/KG。经历一轮价格上涨周期之后，2018年，VA和VE产品价格下行压力明显。2019年一季度，VA和VE产品价格依然维持低位运行，未来价格走势尚不明朗。

图 2　国产维生素 E 价格走势图



资料来源：Wind 资讯

（2）香精香料

香精香料指具有香气和香味、用于调配香精的物质香料以及以多种天然香料和合成香料为主要原料，并与其他辅料一起制成的具有一定香型的复杂混合物，主要用于各类加香产品中的香精。

目前，冷饮饮料应用约占食用香精香料总量的51%，糖果焙烤应用约占25%，调味品应用约占17%，其他应用约占7%。广泛的应用范围为食用香精香料提供了广阔的市场空间。功能食品、方便食品、速冻食品以及微波食品的兴起和推广，为食用香精香料的发展开辟了更为广阔的市场前景。另外，随着生活节奏的加快及旅游业的发展，方便食品也有较大发展，从而带动了新型复合调味料同步发展，调味香精市场看好。

良好的前景引发了香精香料行业的激烈竞争，各香料香精公司纷纷抢占市场，目前中国香精香料市场主要面临如下问题：（1）香精的品种单一；（2）香精质量有待进一步提高，部分香精香味不典型或香气不足、不稳定；（3）食用香精的生产呈现出小型化、个体化的倾向；（4）香精香料企业需要加强企业管理，急需有关香料香精行业的政策法规出现。

2. 区域经济环境

2018 年，浙江省全年地区生产总值（GDP）56197 亿元，比上年增长 7.1%。其中，第一产业增加值 1967 亿元，第二产业增加值 23506 亿元，第三产业增加值 30724 亿元，分别增长 1.9%、6.7%和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 56.2%。三次产业增加值结构由上年的 3.7：43.0：53.3 调整为 3.5：41.8：54.7。人均 GDP 为 98643 元（按年平均汇率折算为 14907 美元），同比增长 5.7%。

整体来看，浙江省区域经济不断发展，总

体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，将为公司提供良好的外部发展环境和强大的经济支持。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 12000 万元，实际控制人胡柏藩先生，直接及间接持有公司 68.50%的股份。

2. 企业规模与竞争力

公司是一家以医药化工为主业，并在房地产、教育投资等业务领域多元化发展的大型控股集团公司。公司曾获“中国医药工业百强企业”的国家级荣誉，被绍兴市人民政府授予“龙头企业突出贡献奖”。

目前，公司在山东潍坊、浙江上虞、浙江新昌等地建立了现代化生产基地，主导的 VE、VA、蛋氨酸、虾青素、覆盆子酮、芳樟醇的产销量和出口量排名世界前列。

公司拥有国家级企业技术中心，超临界反应实验室，浙江省首批外国专家工作站，配备了核磁共振、等离子体发射光谱仪等国内领先设备，掌握了超临界反应、高真空精馏、连续化反应等国内领先技术，科研能力在国内同行业中处于领先地位，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续产业化，为公司长期可持续发展提供了有力支撑。

整体看，公司在营养品生产方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；精细化工、新材料方面投入较大，近年来发展良好；主要产品 VE 和 VA 市场占有率高，竞争优势突出。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2018 年，公司实现营业收入 120.08 亿元，同比增长 31.48%，主要系医药化工业务收入大幅增长所致。医药化工业务是公司营业收入主要来源，2018 年实现收入 106.58 亿元，占公司营业收入的比重为 88.76%，其中营养品实现收入 57.37 亿元，同比增长 31.01%，主要系公司与下游客户签订长单，锁定前期高价及针对不同地区客户，实行差异化定价综合所致；香精香料实现收入 20.86 亿元，同比增长 56.40%，主要系香精香料市场需求旺盛，产品价格提升所致；医药及保健品实现收入 20.22 亿元，同比增长 41.80%，主要系公司当期产品量价齐升所致；其他医药化工业务实现收入 8.12 亿元，同比增长 66.54%。房地产业务是公司营业收入的补充，受近年来房地产项目建设投入和收入确认周期差异影响，2018 年实现收入 7.84 亿元，同比出现下滑。教育和其他业务对公司收入贡献相对较小，2018 年分别为 3.96 亿元和 1.70 亿元。

2018 年受医药化工产品价格上涨影响，公司综合毛利率为 55.45%，同比增加 7.82 个百分点；其中，在营养品（维生素产品）和香精香料价格推升之下，医药化工业务毛利率达到 57.81%，同比增加 4.04 个百分点；受当期项目盈利水平较高影响，房地产项目销售毛利率为 41.12%，同比大幅增长；教育业务受公司对下属大学师资投入差异影响，毛利率有所增长，2018 年为 23.57%。

2019 年 1-3 月，受维生素类产品价格回落影响，当期公司实现营业收入 24.95 亿元，同比下降 32.36%，综合毛利率为 48.66%，同比减少 21.81 个百分点；同期，医药化工业务实现收入 23.55 亿元，同比下降 11.22 亿元，毛利率为 52.83%，同比减少 20.67 个百分点；房地产业务实现收入 0.69 亿元，同比减少 0.83 亿元，毛利率为 63.47%，同比增加 10.66 个百

分点；教育投资业务实现收入 0.34 亿元，毛利率为-199.55%，教育行业受学费交缴月份不同，时间性差异影响，收入和毛利率存在较大波动性。

综合看，公司收入和盈利能力受医药化工产品价格走势影响显著，存在较大波动。公司虽然可通过长期协议及差异化定价等方式延缓和降低相关产品价格波动对营业收入和利润的影响，但 2018 年以来维生素产品价格大幅下行依然对 2019 年一季度损益形成较大冲击。

表2　近年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药化工	76.26	83.50	53.77	106.58	88.76	57.81	23.55	94.39	52.83
其中：营养品	43.79	47.95	56.28	57.37	47.78	57.20	10.64	42.65	44.57
香精香料	13.34	14.61	38.45	20.86	17.37	54.22	4.94	19.80	59.92
医药及保健品	14.26	15.61	68.08	20.22	16.84	74.54	5.19	20.80	74.89
其他	4.88	5.34	31.25	8.12	6.76	29.66	2.77	11.10	30.64
房地产	9.29	10.17	19.89	7.84	6.53	41.12	0.69	2.76	63.47
教育	3.98	4.36	15.05	3.96	3.30	23.57	0.34	1.36	-199.55
其他	1.80	1.97	2.80	1.70	1.42	48.04	0.38	1.51	-15.96
合计	**91.33**	**100.00**	**47.63**	**120.08**	**100.00**	**55.45**	**24.95**	**100.00**	**48.66**

注：各项汇总与合计数之差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 医药化工

（1）营养品、香精香料及其他业务

公司营养品（含蛋氨酸）、香精香料业务经营主体为新和成股份；新和成股份下辖山东潍坊、浙江上虞、浙江新昌 3 大生产基地。截至 2018 年底，新和成股份资产总额 219.35 亿元，所有者权益 162.15 亿元，2018 年实现营业收入 86.83 亿元，净利润 30.98 亿元，同比大幅增长 97.01%。截至 2019 年 3 月底，新和成股份资产总额 234.70 亿元，所有者权益 167.14 亿元；2019 年 1—3 月实现营业收入 18.36 亿元，净利润 5.12 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司持有新和成股份股权未进行质押。

2018 年，新和成股份营养品、香精香料及其他业务生产销售规模继续扩大，全年完成医药化工（主要为营养品和香精香料）产量 13.98 万吨，销量 14.13 万吨，维持增长态势。

表 3　新和成股份医药化工及其他产品销售情况

（单位：吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
医药化工	销售量	76713.13	127182.08	141326.08	36417.00
	生产量	78915.72	129166.58	139759.89	35649.69
	产销率	97.21	98.46	98.89	97.89
其他	销售量	3209.19	4756.14	10969.56	3213.80
	生产量	2935.87	5560.51	9701.28	3323.24
	产销率	109.31	85.53	88.44	104.16

注：新和成股份医药化工产品主要指营养品、香精香料及蛋氨酸，其他产品主要为 PPS、PPA 等新材料产品；2018 年，医药化工类销售量、生产量同比分别上升 11.12%、7.58%；其他类销售量、生产量分别同比上升 130.64%、74.47%，主要系 PPS 二期项目交付使用所致
资料来源：新和成股份年报

新和成股份生产维生素类产品所需重要原材料柠檬醛（VA 核心原料、重要香精香料产品）全部为自产，而目前柠檬醛产品主要厂商为巴斯夫，该公司控制全球柠檬醛产量的大约 70%，相比国内外同业竞争者，受益于原材料自给能力，公司营养品和香精香料毛利率水平较高。

营养品产品方面，公司成功研制出多种饲用、人用添加剂。主要产品包括 VE、VA、VD3、生物素、虾青素、辅酶 Q10、蛋氨酸等。

香精香料产品方面，公司各大类产品已经与全球最顶尖香精公司、日化品公司取得战略合作，产品应用覆盖日化、食品和医药等各大领域。主要产品包括芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等。主营香料产品市场占有率高，基本是国内独有产品。

公司医药化工项目下其他业务主要为聚苯硫醚（以下简称“PPS”）、高温尼龙（以下简称“PPA”）等高分子材料以及原料药等相关产品销售业务，产销规模相对较小，对公司主营业务收入贡献相对较低。

原材料采购

公司营养品生产所需原材料主要包括二乙甲酯、丙酮、电石、白炭黑、明胶、葡萄糖浆等，其中二乙甲酯、丙酮为香精香料共用原料，电石作为基础原料。

在采购模式方面，公司营养品和香精香料原辅材料是通过总部集中统一采购的模式，形成规模和信息优势，通过比价、招标方式、市场预测等多种手段控制成本；同时在积极开发新渠道的过程中，通过与现有供应商签订年度框架供货协议的方式保证供货安全。

表 4　营养品主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

项目		2017 年	2018 年	19 年 1-3 月
原料一	采购数量	23495.49	20130.22	6159.86
	采购均价	7.53	11.45	8.56
原料二	采购数量	26999.93	25713.43	6459.21
	采购均价	5.49	4.75	3.19
原料三	采购数量	32831.84	18825.20	5935.29
	采购均价	3.29	3.56	3.26
原料四	采购数量	13872.16	19093.63	7427.32
	采购均价	7.31	6.19	6.20
原料五	采购数量	12799.89	13897.02	4149.07
	采购均价	4.04	6.10	5.06

注：部分香精香料采购材料与营养品相一致
资料来源：公司提供

公司采购原材料种类多，采购渠道健全，供应商集中度相对较低，降低了对单一供应商的依赖程度，具有市场议价能力。

公司与供应商结算方式采用国际国内信用证、银行承兑汇票、现汇等方式支付货款，按月集中结算，供应商提供合格税票后，根据合同或协议规定账期通常为 15～60 天。公司原材料采购主要以国内为主，国外采购较少，其中国内采购比例在 90%左右。

表 5　2018 年新和成股份前五大供应商情况（单位：亿元、%）

名称	采购金额	采购占比	是否为关联方
供应商一	1.55	3.06	否
供应商二	1.34	2.64	否
供应商三	1.17	2.30	否
供应商四	1.12	2.21	否
供应商五	1.04	2.05	否
合计	**6.22**	**12.26**	--

资料来源：新和成股份 2018 年年报整理

生产和销售

公司营养品主要由 VE、VA 和 2017 年新投产的蛋氨酸产品构成。VH、VD3 以及配油、制粉等深加工系列产品销售规模较小。公司生产的香精香料类产品包括芳樟醇、叶醇、柠檬醛、覆盆子酮等多个系列。公司医药化工业务下其他项目主要为新和成股份负责经营的 PPS、PPA 等新材料产品。

在生产模式方面，生产组织主要采取“订单生产”模式。公司营养品 70%以上用于出口，因此每年根据国外订单情况组织生产。在销售模式上，公司营养品均采用直销模式，以外销为主，主要出口欧洲、东南亚、美洲等国家和地区，外销占 70%以上，内销不到 30%。在结算模式上，公司与主要销售客户保持长期稳定关系，一般客户采用收到全额货款后发货、预付 20%～30%的定金、定期结算等相结合的销售结算模式。在下游客户分类上，公司设立客户信用分级制度，不同的客户信用比例不一样。销售的具体结算方式是 80%电汇，20%L/C、托收，信用周期国内 60 天，国外 90 天左右。香精香料结算方面，公司与主要销售客户保持长

期稳定关系，通常采取赊销、预付等相结合的销售结算模式，客户回款期一般在 2～3 个月左右。新和成股份销售集中度一般，2018 年前五大客户销售金额为其销售总额的 27.36%。

表 6　2018 年新和成股份前五大客户情况（单位：亿元、%）

名称	销售金额	销售占比	是否为关联方
客户一	10.17	11.71	否
客户二	6.30	7.25	否
客户三	3.00	3.46	否
客户四	2.26	2.60	否
客户五	2.04	2.35	否
合计	**23.77**	**27.36**	--

资料来源：新和成股份年报整理

从经营业绩上看，2018 年，公司营养品营业收入保持增长态势，其中营养品实现收入 57.37 亿元，同比增长 31.01%；产品毛利率为 57.81%，同比增加 1.53 个百分点。2019 年 1-3 月，公司营养品实现收入 10.64 亿元，同比减少 11.93 亿元，毛利率为 44.57%，同比减少 28.93 个百分点，主要系 2018 年维生素类产品价格下跌，受前期长单锁定合同价格影响，2018 年公司产品价格维持高位，2019 年一季度延后出现下跌所致；同期，伴随公司香精香料产品市场销量上升及部分产品工艺优化成本下降，公司香精香料产品收入保持增长，2018 年为 20.86 亿元，同比增长 56.40%。同期，香精香料产品市场占有率高，市场需求旺盛，毛利率增长至 54.22%。2019 年 1—3 月，公司香精香料业务实现收入 4.94 亿元，同比有所下降，毛利率为 59.92%，同比变化不大。

跟踪期内，公司营养品和香精香料业务发展形势良好，盈利能力稳步提升，是公司利润总额的核心来源。同时，联合资信也关注到公司营养品市场价格波动明显，公司未来利润总额或受此影响出现较大波动。

表 7　新和成股份销售分布情况（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国外	29.56	44.24	39.31	51.27	58.06	59.60
国内	17.40	46.13	23.04	49.11	28.77	40.82

资料来源：新和成股份年报

（2）医药及保健品

公司医药制剂及保健品的生产主体为子公司北京万生药业有限责任公司（以下简称“万生药业”）。万生药业现有生产 30 余个品规国家级的新药和原料药，在研特批的国家级新药 20 个，新药研发中心计划未来十年内每年开题 15 个品种研发项目。截至 2018 年底，万生药业资产总额 14.42 亿元，所有者权益 7.04 亿元；2018 年实现收入 20.22 亿元，净利润 2.12 亿元。

跟踪期内，公司医药保健品产品销售量稳步提升，同时 2017 年以来在“两票制”医药改革背景下，产品均价快速提升，综合带动医药及保健品产品综合毛利率稳中有升。2018 年，医药及保健品实现收入 20.22 亿元，同比增长 41.80%，毛利率为 74.58%，同比增加 6.49 个百分点。2019 年 1—3 月实现收入 5.19 亿元，同比增长 0.80 亿元，毛利率为 74.89%，同比增加 1.43 个百分点。整体看，跟踪期内，公司医药保健品业务增长迅速，盈利能力稳健。

表 8　公司主要医药保健品产品销售情况（单位：万盒、元/盒/件/支）

药品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 1-3 月
肾病类	数量	215.47	238.33	245.86	51.04
	均价	69.47	80.96	125.72	138.43
心血管类	数量	1925.76	1631.43	1695.85	357.77
	均价	6.78	11.76	20.7	22.35
医用耗材类	数量	1025.94	1106.09	1260.87	253.98
	均价	12.79	12.72	16.27	15.74
营养保健类	数量	15681.34	12638.91	24550.51	6374.57
	均价	0.83	0.74	2.59	3.03
保胎类药	数量	668.59	848.19	929.76	164.21
	均价	6.81	12.72	16.31	16.40

资料来源：公司提供

3. 房地产

公司房地产项目经营实体为北京恒成伟业房地产开发有限公司（以下简称“恒成伟业”）、新昌县和成置业有限公司（以下简称“新昌和成置业”）、琼海博鳌丽都置业有限公司（以下简称“博鳌丽都”）、长白山保护开发区和悦房地产开发有限公司（以下简称“长白山和悦”）、上海华纺和成房地产开发有限公司（以下简称“上海华纺”）、绍兴上虞和成置业有限公司（以下简称“上虞和成置业”）、潍坊和成置业有限公司（以下简称“潍坊和成置业”）和上海蔚来房地产有限公司（以下简称“上海蔚来”）。房地产业务是公司营业收入的补充，受近年来房地产项目建设投入和收入确认周期差异影响，2018年实现收入7.84亿元，同比减少15.61%；毛利率为41.12%，同比增加21.23个百分点。2019年1—3月，公司房地产业务实现收入0.69亿元，同比减少0.83亿元，毛利率为63.47%，同比增加10.66个百分点。截至2019年3月底，公司现有房地产项目累计回笼资金75.20亿元，2019—2022年预计可以分别回笼资金20.13亿元、21.97亿元和10.04亿元。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司房地产投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金来源	已投资	19 年 4-12 月	2020 年
北京和成璟园	14.03	贷款、自筹	14.03	-	-
新昌和成璟园	16.72	自筹	16.72	-	-
博鳌海御	7.56	自筹	6.65	0.11	0.18
长白山红松溪谷	4.86	自筹	3.67	0.20	-
潍坊新和成小镇	13.48	自筹	2.53	5.93	5.24
上海新未来	15.13	贷款、自筹	10.88	1.57	2.68
上海华成名邸	13.22	贷款、自筹	12.43	0.68	0.11
舜和璟园	2.00	自筹	1.04	0.96	-
舜成璟园	3.20	自筹	1.30	0.50	0.70
绥化未来派	3.66	自筹	0.56	2.71	0.39
合 计	**93.86**	-	**69.81**	**12.66**	**9.30**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产业务总投资 93.86 亿元，已完成投资 69.81 亿元，2018 年 4—12 月尚需投资 12.66 亿元，2020 年需投资 9.30 亿元。目前，公司房地产主要开发项目地理位置优越，剩余可供销售面积较为充足，未来公司将用部分销售回款覆盖后续在建项目投资。除上述项目外，公司暂无其他土地储备。

表 10　截至 2019 年 3 月底公司房地产开发情况（单位：万平方米、万元/平方米）

公司名称	控股比例	项目名称	所在地	总建筑面积	物业形态	可售面积	已售面积	建设进度	均价	预计完工日期
恒成伟业	70%	北京璟和园成	北京	15.97	小高层住宅	13.97	12.18	100%	3.19	竣工
新昌和成置业	100%	新昌和成璟园	新昌	36.32	住宅+写字楼	31.21	26.25	100%	0.81	竣工
博鳌丽都	100%	博鳌海御	海南	8.23	酒店、公寓	7.62	4.23	100%	1.27	竣工
长白山和悦	70%	长松白溪山谷红	吉林	6.80	酒店、住宅	3.58	0.71	67%	0.80	2019.12
潍坊和成置业	100%	新和成小镇	潍坊	29.69	住宅、商业	22.50	-	-	0.50	2020.1
上海蔚来	60%	新未来	上海	8.74	小高住宅	7.02	-	8%	1.80	2021.04
上海华纺	50%	华成名邸	上海	18.63	小高层住宅	16.52	6.60	100%	1.42	竣工
上虞和成置业	100%	舜和璟园	上虞	6.02	小高层住宅	4.73	4.00	50%	0.63	2019.06
上虞和成置业	100%	舜成璟园	上虞	6.62	小高层住宅	待定	-	-	-	2021.05
绥化和成置业	100%	绥化未来派	绥化	8.52	住宅、商业	8.06	-	20%	0.58	2020.12
合计	-	-	-	**145.54**	-	**115.21**	**53.97**	-	-	-

资料来源：公司提供

4. 教育

公司教育业务经营主体为绍兴越秀教育发展有限公司（以下简称“越秀教育”），主要下属控股单位为浙江越秀外国语学院。绍兴越秀教育发展有限公司成立于 2001 年，注册地址绍兴市阳明路，法定代表人胡柏藩。公司主营教育投资、高校后勤服务。截至 2018 年底，越秀教育资产总额 130648.70 万元，净资产 89737.41 万元，2018 年实现营业收入 41990.27 万元（其中，学费收入 30548.00 万元），净利润 6984.65 万元。截至 2019 年 3 月底，资产总额 121238.56 万元，净资产 80675.13 万元，2019 年 1-3 月份

越秀教育实现营业收入 3387.75 万元，净利润 -9062.28 万元。亏损主要系季节性因素所致（学费收入主要集中在第四季度）。

5. 其他

其他业务的经营主体为浙江和丰投资有限公司（持股比例 100%）、浙江汇贤创业投资有限公司（持股比例 100%）、新昌县禾春绿化有限公司（持股比例 100%）、上海纳岩新材料科技有限公司（持股比例 62.50%）和宣城人和投资合伙企业（有限合伙）（持股比例 40.00%），主要经营领域为实业投资、创业投资、投资管理相关业务，利润构成相对分散。2018 年，公司其他业务实现收入 1.70 亿元，毛利率为 48.04%，对公司营业收入和利润贡献程度很低。

6. 在建项目

未来，随着国外经济逐渐复苏，国家将继续推出战略新兴产业扶持政策，公司对外出口贸易、新项目投资建设和新材料业务板块将迎来新一轮快速发展。

公司未来发展展望和经营计划可以概括为如下五点：第一，着力稳定原有营养品业务，保持市场地位和市场占有率，香精香料产品业务保持稳定发展；第二，推进新项目建设，加快转型升级，按计划稳步推进山东蛋氨酸项目、黑龙江发酵项目以及 PPS 产业链建设项目稳步推进；第三，加大研发力度，积极研发新项目、新产品，提升产品核心竞争力，以市场为导向，不断升级优化现有产品，满足市场各级需求；第四、强化管理职能，增强管理效率，加大高层次人才引进力度，为新项目建设提供支持；第五、推进生产制造体系建设，固化公司管理经验。

截至 2019 年 3 月底，公司计划投资额为 125.19 亿元，已完成投资 54.87 亿元，2019 年 4-12 月尚需投资 24.52 亿元，2020 年计划投资 25.86 亿元，主要用于山东营养品项目、黑龙江一期项目和氨基酸二期项目建设。考虑到新和成股份已通过非公开发行方式募集氨基酸二期项目所需主要资金 48.67 亿元，未来在建项目将主要通过自筹方式解决，存在一定筹资压力。

表 11　截至 2019 年 3 月底公司主要投资计划（单位：亿元）

投资主体	项目名称	投资总额	资金来源		已完成投资	投资计划	
			贷款	自筹		2019 年 4-12 月	2020 年
越秀教育	镜湖校区	13.00	5.00	8.00	10.13	0.20	1.50
新和成股份	山东营养品项目	21.33	-	21.33	17.79	3.54	-
	氨基酸二期项目	53.70	-	53.70	3.72	11.15	23.00
	黑龙江项目	35.74	-	35.74	23.16	9.10	1.10
万生药业	沧州基地建设工程二期	1.42	0.86	0.56	0.07	0.53	0.26
	合计	**125.19**	**5.86**	**119.33**	**54.87**	**24.52**	**25.86**

注：氨基酸二期项目具体投资计划可能因新和成股份非公开发行计划调整
资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2018 年底，公司合并范围内主要二级子公司共计 15 家，同比未发生变化。截至 2019 年 3 月底，二级子公司合并企业较 2018 年底无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额（合并）330.10 亿元，所有者权益合计 192.35 亿元（包含少数股东权益 89.36 亿元）；2018 年公司实现营业收入 120.08 亿元，利润总额 38.96 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额（合并）347.55 亿元，所有者权益合计 196.63 亿元（含少数股东权益 91.97 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 24.95 亿元，利润总额 4.71 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 330.10 亿元，同比增长 15.69%；资产构成中流动资产占 57.43%，非流动资产占 42.57%。

截至 2018 年底，公司流动资产为 189.58 亿元，较 2017 年底下降 2.14%；主要由货币资金（占 19.37%）、应收账款（占 11.46%）、其他应收款（占 12.63%）、存货（占 26.19%）和其他流动资产（占 27.26%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 36.72 亿元，同比下降 58.19%，主要系购买理财产品所致；货币资金主要由银行存款（占 93.66%）和其他货币资金（各类保证金，占 6.33%）构成；公司货币资金使用受限部分为 0.20 亿元，因用于借款等质押而受限。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 21.73 亿元，同比增长 5.91%，主要系公司 VA 等营养品赊销增长所致；应收账款账龄主要集中于 1 年以内，占比为 98.51%；累计计提坏账准备 1.33 亿元，计提比例 5.75%。整体看，公司应收账款账龄较短，坏账计提比例适宜。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 23.95 亿元，较 2017 年底增长 28.28%，主要系对新昌县春禾投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“春禾投资”）的往来款增加所致；春禾投资为公司关联方，经营范围为投资管理；春禾投资后续将以其投资收益归还借款；公司其他应收款账面余额主要为应收春禾投资款项 15.74 亿元，应收新昌勤进投资有限公司款项 2.05 亿元以及应收浙江三博聚合物有限公司款项 1.40 亿元。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 75.96%，1~2 年的占 2.70%，2~3 年的占 14.91%，3 年以上的占 6.43%，账龄偏长。截至 2018 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 3.07 亿元。

截至 2018 年底，公司存货账面余额为 49.84 亿元，累计计提存货跌价准备 0.19 亿元，账面价值为 49.65 亿元，同比增长 12.74%，主要系跟踪期内房地产开发成本增加所致；公司存货主要由在产品（占 11.47%）、开发成本（占 54.21%）、库存商品（占 12.99%）和开发产品（占 15.03%）构成。截至 2018 年底，存货中已有 16.93 亿元用于抵押。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 51.68 亿元（银行理财产品占 89.74%），同比大幅增长 178.28%，主要系新和成股份购买理财产品增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产 140.52 亿元，同比增长 53.41%，主要来自固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等增长；公司非流动资产以固定资产（占 50.91%）、在建工程（占 19.73%）和无形资产（占 10.28%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产（全部为可供出售权益工具）为 7.26 亿元，同比增长 15.82%，主要系参股公司股权增加所致。

截至 2018 年底，公司固定资产为 71.54 亿元，同比增长 11.96%，主要系上虞工业园 PPS 项目二期及上虞工业园 551 项目等交付使用，转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 47.00%）和专用设备（占 50.94%）构成。固定资产中用于抵押部分账面余额为 2.60 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 35.48 亿元，同比大幅增加 28.95 亿元，主要系山东产业园一期项目及黑龙江生物项目等投入所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 15.48 亿元，同比大幅增长 74.63%，主要系跟踪期内新增土地所致；公司无形资产中有 0.98 亿元用于抵押。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 6.56 亿元，较 2017 年底大幅增加 4.30 亿元，主要系预付设备款增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 347.55 亿元，较 2018 年底增长 5.29%，资产构成较 2018 年底变化不大。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，

公司资产构成中现金类资产和理财产品充足，但应收账款、存货（以房地产开发成本及开发产品为主）和其他应收款占比大，对资产流动性形成制约，整体资产质量尚可。

2. 负债和所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长。截至2018年底，公司负债总额为137.76亿元，同比增长16.39%，其中流动负债占76.66%，公司负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债为105.60亿元，同比增长32.58%，主要系短期借款、预收账款及一年内到期的非流动负债增长所致；主要构成为短期借款（占36.28%）、应付账款（占11.81%）、其他应付款（占12.54%）和一年内到期的非流动负债（占15.97%）构成。

截至2018年底，公司短期借款为38.31亿元，较2017年底增长19.56%，主要系增加银行借款所致；构成主要为信用借款（占69.98%）和保证借款（占29.16%）。

截至2018年底，公司应付账款为12.47亿元，较上年底增长17.36%，主要系工程、设备款的增加所致。

截至2018年底，公司其他应付款为13.25亿元，较2017年底增长39.58%，主要为支付的往来款等；其中支付给关联方的往来款余额合计1.85亿元，公司其他应付款前五名余额合计3.44亿元，占比36.20%。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为16.87亿元，较2017年底增长77.97%，主要是一年内到期的长期借款（占89.86%）。

截至2018年底，公司非流动负债32.16亿元，较2017年底下降16.94%，主要系长期借款到期归还所致；构成主要为长期借款（占27.76%）、应付债券（占31.10%）和长期应付款（占10.99%）构成。

截至2018年底，公司长期借款8.93亿元，同比下降61.09%，主要系到期归还所致。公司长期借款主要由抵押及保证借款（2.67亿元）、抵押借款（1.60亿元）、信用借款（1.54亿元）和保证借款（3.10亿元）构成。公司持有外币借款折合人民币金额1.87亿元。

截至2018年底，公司长期应付款（融资租赁款）为3.53亿元，较上年底变化不大。

截至2019年3月底，公司负债总额为150.92亿元，较2018年底增长9.56%，主要系短期借款增长所致，负债构成较2018年底变化不大。流动负债中其他应付款为16.77亿元，较2018年底增加3.52亿元，主要系应付往来款增加所致。

债务负担方面，截至2018年底，公司全部债务81.12亿元，较上年底变动不大；其中短期债务占84.64%，较2017年底大幅增加30.06个百分点，主要系应付债券“16新和成MTN001”及“16新和成MTN002”将于2019年到期，故调整至流动负债核算所致。

从债务指标看，截至2018年底，公司资产负债率同比变动不大，为41.73%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为29.66%和6.08%，均呈下降态势。截至2019年3月底，公司上述三项指标分别为43.42%、31.90%和11.80%。

总体看，跟踪期内，公司负债总额有所增长；债务构成以短期债务为主，整体债务负担适宜。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计192.35亿元，同比增长15.20%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2018年底，公司未分配利润为77.56亿元，同比增长21.19%；少数股东权益为89.36亿元，同比增长17.66%，占所有者权益的比重为46.46%。截至2018年底，公司归属母公司所有者权益中实收资本占1.17%，资本公积占22.86%，盈余公积占0.83%、未分配利润占75.31%。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计196.63亿元（含少数股东权益91.97亿元），较

2018 年底增长 2.23%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。

联合资信关注到，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，归属于母公司所有者权益中实收资本占比较低，未分配利润所占比重过高，未来利润分配政策调整或对所有者权益结构稳定性形成影响。总体来看，公司所有者权益的稳定性较弱。

3. 盈利能力

2018 年，受益于医药化工业务主导产品价格上涨影响，公司实现营业收入 120.08 亿元，同比增长 31.48%；同期营业成本为 53.50 亿元，同比增长 11.84%，低于营业收入增长幅度。

2018 年，公司期间费用为 26.32 亿元，同比增长 30.13%，主要系业务规模扩大销售费用增长所致；公司发生研发费用 6.04 亿元，同比增加 1.77 亿元，占营业收入的比重为 5.03%，同比增加 0.36 个百分点，主要系医药化工板块研发投入持续增加所致。2018 年期间费用占营业收入的比重为 21.92%，公司期间费用控制能力有待提高。

2018 年，公司其他收益（政府补助）1.18 亿元，同比增加 0.47 亿元；实现投资净收益 2.33 亿元，同比增加 1.55 亿元，主要构成为理财产品收益（2.05 亿元）。

2018 年，公司实现利润总额 38.96 亿元，同比大幅增 82.37%，主要来自主业利润提升贡献。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈现较明显的增长，分别为 52.09%、13.18%和 16.97%，同比分别增加 6.73 个百分点、5.17 个百分点和 7.04 个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入24.95亿元，同比下降32.36%，营业利润率为45.91%，同比减少19.68个百分点，主要系维生素产品价格下降所致；2019年1—3月，公司期间费用率为22.91%，同比增加0.99个百分点，其中销售费用3.42亿元，同比增长42.35%，主要系公司加大营销力度所致。

综合看，2018 年受长单锁定合同价格及差异化定价影响，公司收入和利润水平大幅提升；2019 年一季度，以营养品为代表的医药化工产品价格承压回落，公司主业盈利受产品价格波动影响大。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年，随着公司营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金与经营活动现金流入量均快速增长，分别为 121.60 亿元和 140.54 亿元。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 31.99%，经营活动现金流出同比增长 56.61%，2018 年上述两项金额分别为 49.95 亿元和 95.81 亿元。公司收到（政府补助 5.99 亿元）和支付其他与经营活动有关现金分别为 13.97 亿元和 16.69 亿元。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 44.73 亿元，同比大幅增加 31.56 亿元。从收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比为 101.27%，同比增加 23.16 个百分点，收入实现质量提升。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入量为 5.19 亿元，同比下降 55.81%，主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅较少所致；公司投资活动现金流出为 93.08 亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（购买理财产品 38.50 亿元）为主。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-87.89 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 64.35 亿元，同比下降 49.30%（其中，取得借款收到的现金为 59.77 亿元）。公司筹资活动现金流出为 70.95 亿元，同比增长 7.30%，其中偿还债务支付的现金为 60.21 亿元。2018 年公司筹资活动现金流量净额为-6.60 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量 25.88 亿元，其中销售商品、提供劳务收到

的现金 23.77 亿元，经营活动现金流量净额为 0.60 亿元，同比减少 4.53 亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金减少所致；公司投资活动现金流量净额为-9.75 亿元，系在建项目持续投入所致；同期，公司筹资活动仍以取得借款和偿还债务为主，产生的现金流量净额为 9.01 亿元。当期，公司现金收入比为 95.26%。

2018 年公司经营活动现金净流入快速提升，收入实现质量良好；投资活动以在建项目投入为主，考虑到未来在建项目主要通过自筹方式解决，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 179.53%和 132.51%，同比均有所回落；公司经营现金流动负债比为 42.36%，较上年底大幅增加 25.82 个百分点，主要系销售规模扩张，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，带动经营活动现金净流量大幅增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 169.53%和 123.97%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 47.24 亿元，EBITDA 利息倍数为 13.90 倍；公司全部债务/EBITDA 为 1.72 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司累计对外担保余额为6500.00万元，担保比率为0.33%。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 112.32 亿元，其中未使用额度 46.52 亿元；公司下属子公司新和成股份为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司本部（母公司）资产总额为 46.40 亿元，其中流动资产占比为 66.07%。流动资产主要由其他应收款构成。非流动资产以长期股权投资为主，主要系对子公司和联营企业的投资。截至 2018 年底，公司本部负债总额为 26.85 亿元，主要构成为短期借款和应付债券（为一年内到期，应调整至一年内到期的非流动负债）。所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 19.55 亿元，主要为未分配利润（16.74 亿元），本部权益稳定性较弱。

盈利能力方面，2018 年公司本部实现收入 0.04 亿元，同比持平；财务费用 0.40 亿元、资产减值损失 0.39 亿元、投资净收益 4.90 亿元；同期公司本部实现利润总额 3.72 亿元。

现金流量方面，2018 年公司本部经营活动现金流入量为 0.08 亿元，同比大幅减少 1.19 亿元，主要系收到其他与经营活动有关现金大幅减少所致，同期经营活动现金流量净额为-0.41 亿元；投资活动现金流量净额为 1.14 亿元，同比增加 3.50 亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金（收回理财产品）增加所致；公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动现金流量净额为-2.70 亿元。

全部债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司本部全部债务为 26.38 亿元，全部为短期债务。

综合分析，公司本部资产以往来款和对下属企业的长期股权投资为主，利润和现金流主要来源于下属企业的投资分红。考虑到公司本部拥有的上市公司股权未质押，本部偿债压力可控。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10330624000121501），截至 2019 年 7 月 1 日，公司无未结清不良信贷信息记录，存在 12 笔已结清关注类贷款，形成原因为公司与新昌农商银行（原浙江新昌农村合作银行）存在借贷关系，公司是该银行参股股东，故公司从该银行处获得已偿还和未偿还贷款均被列为关注类贷款。整体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

中国医药行业市场空间广阔，跟踪期内，公司资产规模稳步上升，整体财务状况良好，主业盈利能力稳健，利润规模快速增长。基于对公司自身经营和财务风险，以及所处医药行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

截至目前，公司存续债券余额合计 10.00 亿元，全部为一年内到期的债券。

截至 2019 年 3 月底，公司剔除使用受限的货币资金后的现金类资产为 37.56 亿元，为一年内到期债券余额的 3.76 倍，保障能力较强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.76
经营活动现金流入量/应付债券余额	--
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	--

资料来源：联合资信整理

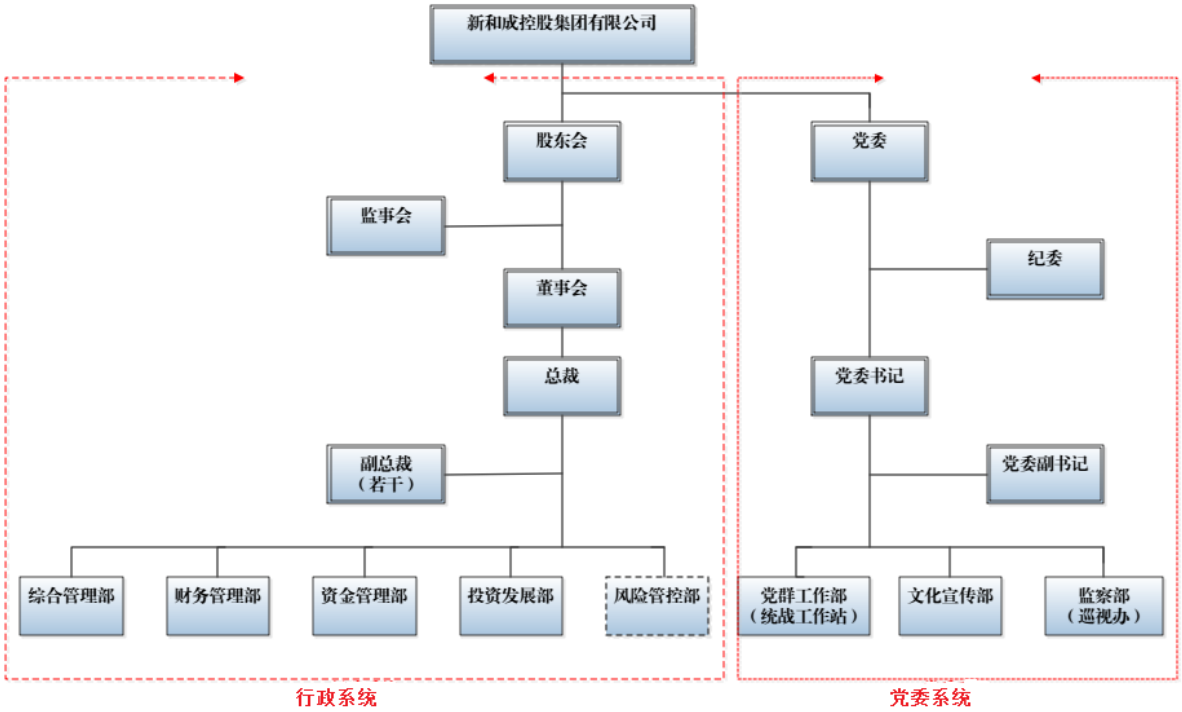
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持新和成控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图


新和成控股集团有限公司
（总资本 120,000,000 元）
胡柏藩 41.7482%
张平一 8.3333%
袁益中 4.7335%
石 程 4.5992%
胡柏剡 4.0833%
石观群 2.8807%
王学闻 2.8158%
崔欣荣 0.7917%
王正江 0.6667%
梁新中 0.5833%
胡梅友 0.5500%
梁晓东 0.5485%
陈世林 0.5000%
梁碧源 0.4167%
新昌县和记投资管理合伙企业（有限合伙） 20.00%
新昌县汇记投资管理合伙企业（有限合伙） 2.6185%
新昌县信记投资管理合伙企业（有限合伙） 2.5281%
新昌县诚记投资管理合伙企业（有限合伙） 1.6025%

附件 2　公司组织结构图


新和成控股集团有限公司
股东会
监事会
董事会
总裁
副总裁
（若干）
综合管理部
财务管理部
资金管理部
投资发展部
风险管控部
行政系统
党委
纪委
党委书记
党委副书记
党群工作部
（统战工作站）
文化宣传部
监察部
（巡视办）
党委系统

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.57	87.34	39.48	37.56
资产总额(亿元)	203.23	285.32	330.10	347.55
所有者权益(亿元)	104.77	166.96	192.35	196.63
短期债务(亿元)	33.43	43.69	68.66	65.79
长期债务(亿元)	30.21	36.35	12.46	26.30
全部债务(亿元)	63.64	80.03	81.12	92.09
营业收入(亿元)	79.14	91.33	120.08	24.95
利润总额(亿元)	20.08	21.36	38.96	4.71
EBITDA(亿元)	25.87	28.63	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	13.17	44.73	0.60
销售债权周转次数(次)	6.68	4.96	4.79	--
存货周转次数(次)	1.13	1.20	1.14	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.37	0.39	--
现金收入比(%)	101.26	78.11	101.27	95.26
营业利润率(%)	43.19	45.36	52.09	45.91
总资本收益率(%)	9.99	7.83	13.18	--
净资产收益率(%)	14.93	9.93	16.97	--
长期债务资本化比率(%)	22.38	17.88	6.08	11.80
全部债务资本化比率(%)	37.79	32.40	29.66	31.90
资产负债率(%)	48.45	41.48	41.73	43.42
流动比率(%)	189.09	243.22	179.53	169.53
速动比率(%)	134.12	187.93	132.51	123.97
经营现金流动负债比(%)	33.68	16.54	42.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.99	10.32	13.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	2.80	1.72	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 现金类资产中已扣除使用受限货币资金；4. “16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”已调整至短期债务

附件 4　主要财务数据及指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变